

学校编码: 10384

学号: 17520111151183

分类号____ 密级____

UDC____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

股权分置改革的公司治理效应研究：基于关联交易
的经验证据

Study on the Governance Effect of the Split Share Reform in
China: Evidence from Related Party Transactions

王林

指导教师姓名: 曲晓辉教授

专 业 名 称: 会计学

论文提交日期: 2014 年 4 月

论文答辩时间: 2014 年 5 月

学位授予日期: 2014 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范与《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留与使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版与电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题与摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

本文以 2005 年中国政府进行的股权分置改革为背景，旨在研究公司治理机制对大股东隧道挖掘行为的影响。

近年来，公司治理研究开始关注投资者保护水平较低国家的代理问题。由于法治系统不健全，法律实施力度不够，这些国家的公司治理机制不够完善。作为替代机制，所有权的集中成为一种很普遍的现象，而股权集中带来了第二大代理问题——大股东与中小股东之间的矛盾，大股东的控制权使他们有动机和能力通过一些特殊方式，比如关联交易，侵吞公司资产，谋取私利，极大地损害了中小股东利益。因此，研究大股东行为有利于探寻有效途径保护中小股东权益，提高公司价值。

股权分置改革要求控股股东将其所持的非流通股转换为流通股，使得大股东与中小股东的利益趋同，这项变革因此被认为是一种完善公司治理的外部制度优化。借助这项改革背景，利用 2001-2012 年沪深两市上市公司关联交易样本作为研究对象，非关联交易样本作为控制样本，本文对股权分置改革前后大股东关联交易市场反应进行了实证检验，结果发现：（1）股权分置改革之前，上市公司控股股东利用关联交易进行隧道挖掘；（2）股权分置改革之后，控股股东关联交易型隧道挖掘行为减少；（3）股权分置改革之前，控股股东关联交易型隧道挖掘行为与非流通股股本所占比例正相关；（4）股权分置改革之后，之前持有非流通股的控股股东利用关联交易进行隧道挖掘的行为减少。进而说明，股权分置改革完善了公司治理机制，减弱了代理问题，提高了关联交易质量。针对实证检验提供的证据，本文提出如下建议：在投资者保护较弱的国家里，完善公司治理机制能够很好地减弱代理问题，因此，后股权分置改革时代，政府和企业需要通过优化股权结构、董事会制度以及提高投资者保护水平等措施进一步强化公司治理机制，巩固股权分置改革的成果。

本文的研究克服了公司治理机制效用研究的内生性问题，并将关注点从关联交易额度和交易频率转向交易的市场反应，提供了股权分置改革减少大股东掏空行为的新证据。

关键词：股权分置改革；隧道挖掘；关联交易

Abstract

This study attempts to examine whether the shift in corporate governance caused by the split share reform helps to reduce value-decreasing connected transactions for firms domiciled in weak investor protection countries.

Previous research suggests that corporate governance is less likely to be of efficacy in countries where investors' rights are poorly protected by law. As a substitution, corporate ownership is usually concentrated in a large shareholder, which creates incentives and ability for these shareholder to tunnel through, for example, related party transactions, impairing firm value. The split share reform represents an exogenous shock to corporate governance, because it attenuates divergent interests of shareholders by drawing large shareholders' attention to share prices. Thus it's interesting how the shift in corporate governance affect controlling shareholders' behavior.

The main sample of this study consists of notifiable connected transactions of listed firms on Shanghai and Shenzhen stock exchanges over 2001-2012. Using non-connected transactions as a control sample, this study examines quality of related party transactions in which controlling shareholders are involved, and whether the transaction quality are significantly different before and after the share reform. The main findings are: (1) controlling shareholders conduct value-decreasing related party transactions in the pre-reform period; (2) controlling shareholders are less likely to engage in value-decreasing related party transactions in the post-reform period; (3) NTS holding before the reform is positively correlated with controlling shareholders' tunneling behavior; (4) in the post-reform period, prior NTS holders are less likely to engage in tunneling behavior. Therefore, this study establishes the causal effect of corporate governance on constraining controlling shareholders' tunneling in weak investor protection countries such as China. I also propose several suggestions to improve corporate governance mechanisms in the post-reform period.

Keywords: the split share reform; tunneling; related party transaction

目录

摘要	I
Abstract	II
第一章 引言	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究方法	3
1.3 研究发现	3
1.4 研究框架	4
1.5 创新点	5
第二章 制度背景	7
2.1 关联交易	7
2.2 股权分置改革	10
第三章 文献综述及假设	15
3.1 投资者保护与公司治理研究	15
3.2 大股东隧道挖掘行为研究	16
3.3 股权分置改革对控股股东隧道挖掘动机的影响研究	17
3.4 文献述评	20
第四章 实证检验	22
4.1 样本选取	22
4.2 关键变量定义	22
4.3 样本分布统计	24
4.4 模型及分析	27
4.5 稳健性检验	41
第五章 结论与建议	49
5.1 主要结论	49
5.2 政策建议	50

5.3 研究展望	51
参考文献	52
致谢	56

厦门大学博硕士论文摘要库

CONTENTS

Chinese Abstract	I
English Abstract	II
Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Background	1
1.2 Methodology	3
1.3 Findings.....	3
1.4 Structure	4
1.5 Innovation.....	5
Chapter 2 Institutional Background	7
2.1 Related Party Transaction.....	7
2.2 The Split Share Reform	10
Chapter 3 Literature Review and Hypothesis.....	15
3.1 Investor Protection and Corporate Governance.....	15
3.2 Tunneling	16
3.3 The Effects of The Split Share Reform on Tunneling.....	17
3.4 Comments	20
Chapter 4 Empirical Study	22
4.1 Sample Collection.....	22
4.2 Definition of Key Variables	22
4.3 Sample Distribution	24
4.4 Model and Empirical Results.....	27
4.5 Robustness Test	41
Chapter 5 Conclusions.....	49
5.1 Main Findings.....	49
5.2 Suggestions.....	50
5.3 Research Prospect	51

Reference	52
Acknowledgement.....	56

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 引言

本章首先提出本文研究背景，然后给出本文的研究方法、研究发现与研究框架，最后说明本文的创新点。

1.1 研究背景

本文以股权分置改革为背景，探索公司治理机制对大股东隧道挖掘行为的影响。为了更好地理解研究问题，有必要对股权分置改革前后，中国股市的特征以及中国上市公司所存在的代理问题进行梳理。

许多学者发现，第一大代理问题仅仅在美国和英国等几个少数国家的企业里占主导地位。在世界上大部分国家和地区的企业里，公司治理面临的主要问题是大股东利用其所掌握的控制权谋取私利，侵占小股东利益的问题，也即第二大代理问题（La Porta 等 1997， 1998， 1999， 2000）。大量的研究表明，在投资者保护较差的国家，股权高度集中，控股股东占有绝对控制地位，他们往往通过多种方式掠夺公司财富，极大的损害了公司价值^{[1]-[7]}（Johnson 等 2000， Glaeser 等 2001， 以及 Chang 2003）。

中国的资本市场仍处在成长时期，投资者保护相关法律法规系统并不完善，执行力度不够，属于典型的弱投资者保护国家，大股东的行为缺乏有效的监督。在此背景之下，中国股市还具有鲜明的特点，使得第二大代理问题成为上市公司面临的主要公司治理问题。

首先中国上市公司的股权集中度较高，图 1-1 统计了 1999-2012 年上市公司中第一大股东持股比例情况。

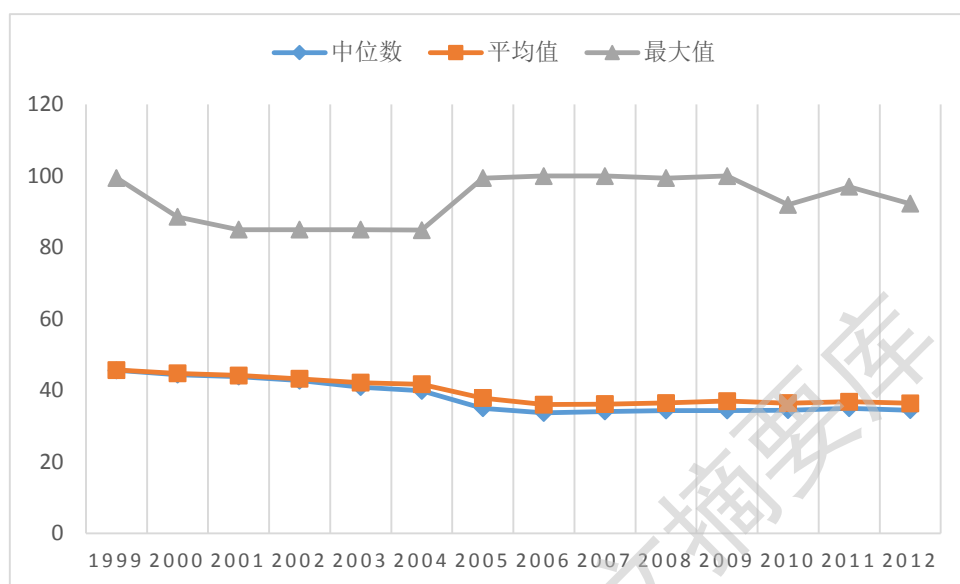


图 1-1 沪深两市上市公司第一大股东持股比例

数据来源：WIND 资讯金融终端沪深股票指标。

从图 1-1 可以看出，股权分置改革前(即 2005 年以前)，第一大股东持股比例的平均数和中位数均大于 40%，最大值甚至接近 100%，这个比例足够让上市公司的大股东完全控制经营管理决策。股权分置改革之后，由于控股股东所持股票可以流通以及送股政策，第一大股东持股比例有所下降，但截至到 2012 年，这个比重仍然处在 35% 以上的水平。

第二个重要的特征是股权分置，在 2005 年股权分置改革之前，上市公司的股票绝大部分是不允许流通的。表 1-1 统计了股权分置改革之前上市公司非流通股持股比例情况。从表 1-1 的统计结果可以看出，股权分置改革之前，非流通股平均持股比例在 60% 以上，最大值甚至超过了 90%。

表 1-1 股权分置改革之前上市公司非流通股持股比例

非流通股比例(%)			
中位数	均值	最大值	最小值
62.025	60.323	92.210	13.370

数据来源：WIND 资讯金融终端股权分置改革专题。

非流通股份的股东往往是控股股东,由于不能进入资本市场交易股票获取资本利得,在监管环境较弱的情况下,他们开始选择谋取利益的其他隐性方法,也即 2000 年 John 等提出的“隧道挖掘”^[5]。隧道行为的具体表现形式很多,比如内幕交易、现金股利、关联交易等, Lin (2009) 指出当采用关联交易转移公司财富时,所产生利得均归属于控股股东,因此,上市公司控股股东在侵吞财富时往往倾向于以关联交易作为主要手段^[8]。控股股东通过资产并购、担保、商业信用等关联交易方式,转移了大量的财富,减少了公司价值。

股权分置改革被认为是一项完善公司治理的外部制度优化,改革的实施能够有效地去除因交易限制产生的市场摩擦,实现大股东与中小股东的利益趋同。股权分置改革之后,控股股东所持股份开始流通,他们可以通过二级市场上的股票交易获取公司价值上升的利益,同时承担公司价值下降的成本,因此控股股东侵吞公司财富,减少公司价值的动机减弱。

因此,股权分置改革提供了研究公司治理机制效应的理想背景,股权分置改革之后,大股东关联交易行为有何变化?是否减少了隧道挖掘?如果减少了,这种减少是否真的由股权分置改革引起?通过本文的研究,将会找到这些问题的答案,进而提供完善公司治理可以缓解第二大代理问题的可靠证据。

1.2 研究方法

本文采用规范研究与实证研究相结合的研究方法。规范研究方面,本文根据现有文献,结合我国制度背景与股权结构现状,从理论上论证大股东隧道行为的存在性以及发生的动因,并分析股权分置改革对这一动因的影响,从而讨论改革之后大股东隧道行为应该发生的变化。实证研究方面,结合理论分析,本文搜集了 2001-2012 年间单独公告的关联交易作为研究对象,以单独公告的非关联交易作为控制样本,首先对各组交易的市场反应进行独立样本 T 检验,之后运用 difference-in-difference 的方法,对股权分置改革前后的交易量,市场反应,建立线性回归模型进行实证检验。

1.3 研究发现

通过理论分析与实证检验,本文发现在股权分置改革之前,涉及控股股东的

关联交易市场反应平均水平显著地低于其他交易的市场反应。这说明在大股东所持绝大部分股份不能流通的情况下，其利用关联交易转移公司财富，损害公司价值的行为很猖獗；股权分置改革之后，随着非流通股逐渐转变为流通股，控股股东与中小股东之间利益趋同，涉及控股股东的关联交易市场反应显著提高，大股东以关联交易为手段，掏空上市公司的行为减少。

另外，本文通过研究股权分置改革前后涉及控股股东且累积异常收益为负的关联交易发现，非流通股持股比例越高，关联交易型隧道挖掘交易额越大，并且二者的相关关系在股权分置改革之后显著降低。这说明在股权分置改革之前，隧道挖掘的行为强度与非流通股持股比例直接相关，同时，股权分置改革显著地减少了之前非流通股持有者进行隧道挖掘的行为。进一步表明，股权分置改革通过将非流通股转换为流通股，减少了市场摩擦，使大股东与中小股东之间的利益更加均衡，缓解了第二大代理问题。

1.4 研究框架

本文的行文脉络如下：第一部分，引言，重点阐明本文的研究背景、研究方法、研究发现、研究框架与创新点；第二部分，制度背景，首先介绍关联交易披露要求以及关联交易型隧道挖掘的主要形式，然后介绍中国股市发展变迁，重点说明股权分置改革的具体规定与流程；第三部分，文献回顾及假设，主要介绍国内外有关投资者保护，公司治理，大股东隧道挖掘及股权分置改革的研究，并提出本文的假设；第四部分，模型检验及结果讨论，主要对本文的假设进行检验并对实证结果进行分析；最后，本文的结论。具体见图 1-1：



图 1-1：研究思路与行文框架图

1.5 创新点

本文以股权分置改革为背景，研究了投资者保护较弱的环境下，完善公司治理机制对大股东隧道挖掘行为的影响，本文主要创新包括：

首先，以往研究表明，在投资者保护较差的国家里，公司层面的治理机制往往是无效的（La Porta 等 1997，2000；Bushman & Smith 2001；DeFond & Hung 2004）^{[1][2][9][10]}。与此不同，本文将会提供证据证明，在弱投资者保护的国家里，建立公司治理机制能够有效地缓解大股东与中小股东之间的代理问题。

其次，本文的实证分析以股权分置改革这一公司治理的外部制度优化为背景，能够有效地避免文献中的内生性问题。

最后，本文采用关联交易的市场反应来衡量关联交易对公司价值的影响，以此来定义大股东的隧道行为，更加直接确切。另外，本文以非关联交易作为控制样本，采用 difference-in-difference 的研究设计，能够避免市场等其他系统性因素给研究结果带来的噪音，使得本文的结论更有说服力。

厦门大学博硕士论文摘要库

第二章 制度背景

本章主要涉及与研究问题密切相关的制度背景, 首先介绍关联交易披露要求以及目前上市公司中关联交易型隧道挖掘的主要形式, 然后对中国股市发展变迁, 股权分置改革的具体规定与完成情况进行简要回顾。

2.1 关联交易

在本文的研究中, 所指的关联方与关联方交易均以《企业会计准则第 36 号——关联方披露》中的界定为准。目前, 中国绝大多数的上市公司存在关联交易, 并从发展趋势来看, 不仅数量越来越多, 交易形式也纷繁复杂, 主要包括资产收购, 资产置换, 资产重组, 股权转让, 现金支付, 现金收入, 资产出租, 贷款担保, 商标权转移等等。) Cheung 等 (2009) 与 Peng 等 (2010 指出, 在所有关联交易类型中, 有形资产及股权交易比较常见, 而无形资产例如商标权转移在最近开始流行^{[11][12]}。

2.1.1 关联交易披露规定

从 1997 年开始, 财政部及证监会开始颁布相关会计准则及法律法规规范关联交易的公告 (Peng 等 2010)。

重大关联交易必须在签订合约之后的两个工作日内进行公告, 并且也要披露在财务报表的附注上, 这里的重大关联交易是指与有关联关系的个人发生的交易额在 300, 000 人民币以上, 或者与有关联关系的公司发生的交易额超过人民币 3, 000, 000 或净资产的 0.5% (更高者) 的交易。另外, 与有关联关系的公司发生的交易额超过人民币 30, 000, 000 或净资产的 5% (更高者) 交易必须要经过专家估价或审计, 同时通过股东大会一致决议^[12]。这也为本文的研究提供了数据来源。

2.1.2 关联交易型隧道挖掘

由于中国特殊的股权结构及普遍较低的公司治理水平, 控股股东通过关联交易进行隧道挖掘的行为十分普遍。Peng 等 (2010) 指出, 1997 年, 719 个上市公司当中有 84.6% 的公司进行了关联交易, 2000 年, 这个比重增大到了 93.2%。在

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库